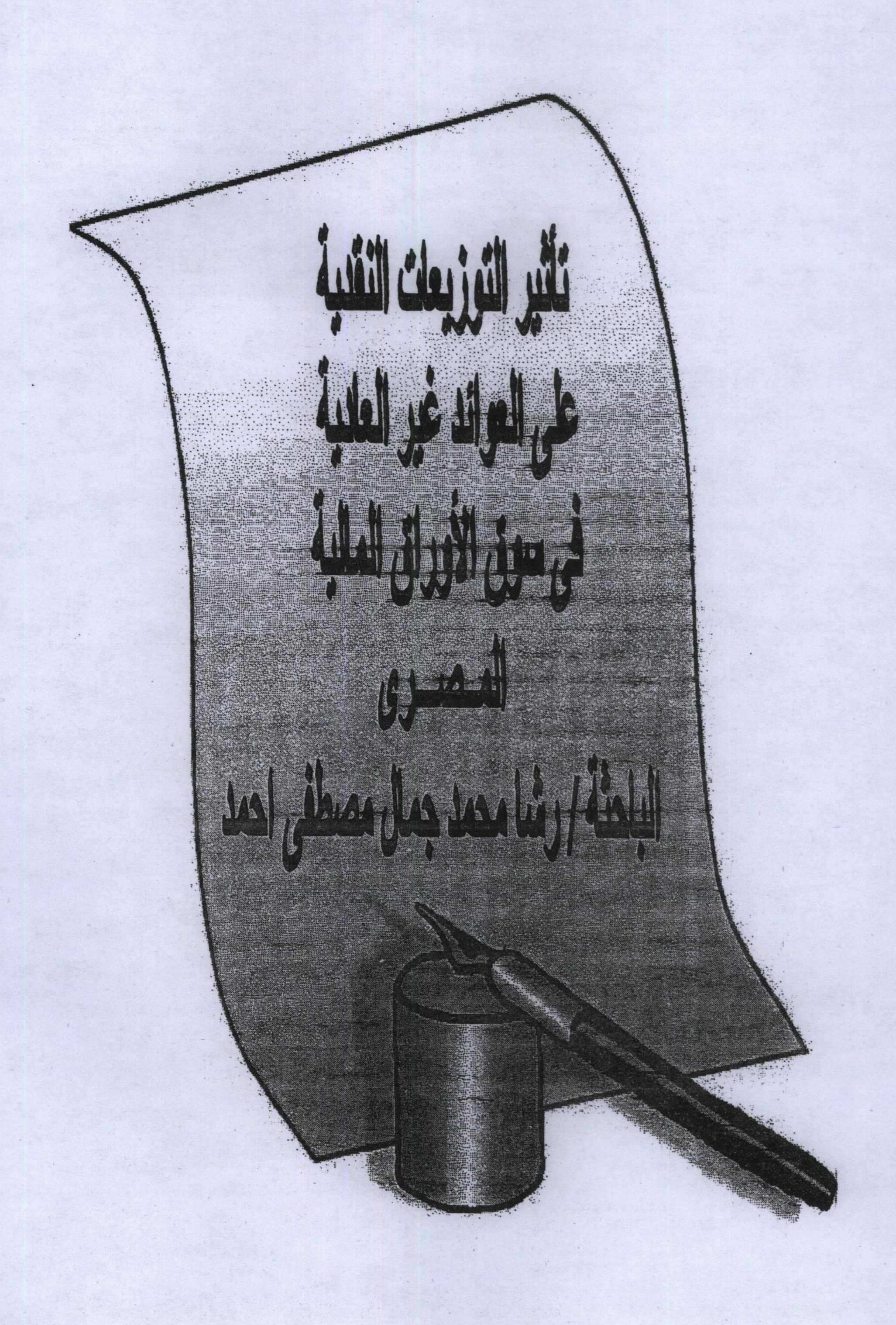


العنوان:	تأثير التوزيعات النقدية على العوائد غير العادية في سوق الأوراق المالية المصري
المصدر:	المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة - مصر
المؤلف الرئيسي:	أحمد، رشا محمد جمال مصطفى
المجلد/العدد:	ع4
محكمة:	نعم
التاريخ الميلادي:	2012
الشهر:	أكتوبر
الصفحات:	257 - 277
رقم MD:	334582
نوع المحتوى:	بحوث ومقالات
قواعد المعلومات:	EcoLink
مواضيع:	الإفصاح المحاسبي، التوزيعات النقدية، مصر، الأسواق المالية، السياسة النقدية، التدفقات النقدية، القوائم المالية، الاستثمارات الأجنبية، عائدات الاستثمار
رابط:	http://search.mandumah.com/Record/334582


تأثير التوزيعات النقدية
على العوائد غير العادية
فى سوق الأوراق المالية
المصرى
الباحثة / رشا محمد جمال مصطفى احمد

تأثير التوزيعات النقدية على العوائد غير العادية في سوق الأوراق المالية المصري

إعداد الباحثة

رشا محمد جمال مصطفى أحمد

مقدمة:

بعد الإزدياد الكبير الذي حدث لشركات القطاع الخاص والشركات المساهمة نتيجة الإتجاه نحو الخصخصة، و مساهمة هذه الشركات في التنمية الإقتصادية، فإن هذا يتطلب وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية نظرا لما تقدمه هذه الأسواق من تشجيع للإستثمارات وخلق أدوات مالية تستثمر فيها الأفراد من ناحية، وتوفر السيولة اللازمة ورأس المال لهذه الشركات من ناحية أخرى. مما أدى إلى ضرورة معرفة المستثمر بماهية هذه الأسواق وطبيعة الأوراق المالية وأيضا حتى يجيب على التساؤل في أي الشركات أستثمر أموالي؟

وحتى يستطيع المستثمر الإجابة على هذا السؤال يجب أن يتوافر لديه مجموعة بيانات ومعلومات تساعده على إتخاذ قراره الإستثماري. وبطبيعة الحال يتجه المستثمر نحو الأسهم التي تعطيه عائد مرتفع على أمواله. ولكن في سبيل الحصول على هذا العائد المرتفع يتحمل المستثمر مخاطر تزداد بزيادة العائد.

وقد أكدت العديد من الدراسات أن أسعار الأسهم تتغير بتغير عوائدها وكذلك الخطر المتوقع، ويؤثر في ذلك المعلومات المتاحة عن الأسهم.

وهذه المعلومات بدورها تتأثر بمجموعة من العوامل، منها جودة الافصاح والشفافية لهذه الشركات وكذلك الشائعات التي يمكن أن تنتشر أثناء التداول والتلاعب الذي يقوم به بعض المضاربون في السوق المالي.

خلفيات المشكلة:

أشار منير هندي (١٩٩٩، ص٢٣٩) إلى أن المعلومات التي يحتاجها المستثمر تتحدد في تلك التي ترتبط بشكل أو بآخر بالعوامل المحددة لسعر السهم أو قيمته السوقية. وأضاف أن هناك إتفاق بين العديد من الأكاديميين والممارسين أن تلك العوامل تتمثل أساساً في التدفقات النقدية التي يتوقع أن تتولد من عمليات المنشأة والحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر، وهذه العوامل تتأثر بشكل مباشر أو غير مباشر بمجموعة من المتغيرات من أهمها الظروف الدولية السائدة، والظروف الإقتصادية العالمية والمحلية، وظروف الصناعة، إضافة إلى ظروف المنشأة المصدرة للورقة المالية نفسها. ومعنى هذا أنه لو أتيحت للمستثمر معلومات عن تلك المتغيرات، لأمكنه المفاضلة بشكل معقول بين الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المختلفة.

وحيث أن المعلومات غير المالية يصعب قياسها، فدائما ما يكون محور ارتكاز معظم الدراسات على المعلومات المالية وقياس تأثيرها على أسعار الأسهم ورد فعل السوق تجاهها.

وبصفة عامة هناك إرتباط وثيق بين المعلومات وكفاءة السوق، حيث أوضح أدليجان (٢٠٠٩) Adelegan أن السوق الكفء هو الذي تعكس أسعاره كل المعلومات المتاحة في السوق، ولا يمكن تحقيق عوائد غير عادية نتيجة لهذه المعلومات. وإذا حدث ذلك فيجب أن تكون ليس لها دلالة إحصائية أكبر من الصفر.

واتفق معه كل من منير هندي (١٩٩٩، ص ٤٨٩) ونهال فريد (١٩٩٤ ص ٣٧٨) وعبد الغفار حنفي (٢٠٠٠، ص ٢٤٣) وخيري الجزيري (١٩٩١، ص ١٨٢) في ذلك حيث أشاروا إلى أن درجة كفاءة السوق المالي تعتمد بدرجة وجودة وصول المعلومة للمستثمرين، وأن في السوق الكفء يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها.

وأضاف منير هندي (١٩٩٩، ص ٤٩٠) أن في ظل نظرية السوق الكفء تكون القيمة السوقية قيمة عادلة تعكس تماما القيمة الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن ما ينطوي عليه الإستثمار في ذلك السهم من مخاطر. وإتفق معه محمد عبده (٢٠٠١، ص٣٦٥) في ذلك حيث أشار إلى أن فرضية السوق الكفء تنص على أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة تعكس جميع المعلومات ذات الإرتباط بحيث لاَ يستطيع أي مستثمر أو مجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية Abnormal Return.

وقد قسمت الدراسات والنظريات مستويات كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاثة أقسام:

١. المستوى الضعيف الكفاءة.
٢. المستوى نصف القوي.
٣. المستوى قوي الكفاءة.

وسنذكر نبذة مختصرة عن كل منهم.

أولا: المستوى الضعيف الكفاءة:

أوضح منير هندي (١٩٩٩، ص٥٠٣) أن فرض الصيغة الضعيفة يقضي بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية، بشأن ما طرأ على أسعار الأسهم من تغيرات ومعلومات في الماضي، وهو ما يعني أن محاولة التنبؤ بما ستكون عليه أسعار الأسهم بناءاً على ما حدث في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى. ويمكن أن يطلق عليها أيضا الحركة العشوائية كما أشار إلى ذلك عبد الغفار حنفي (٢٠٠٠، ص٢١٧) موضحا أن الحركة العشوائية تعني أن أسعار الأسهم في المستقبل مستقلة تماما عن الماضي.

ثانيا: المستوى نصف القوي:

أوضح نبيل شاكر (١٩٩٨، ص١٣) أن السوق يكون كفئاً بالمستوى نصف القوي إذا عكست الأسعار الحالية كلا من المعلومات التاريخية والحالية أيضا المنشورة للجميع مثل: القوائم المالية للشركة والإعلان عن توزيع أرباح أو تجزئة أسهم أو غيرها.

وأشار نبيل شاكر (١٩٩٨، ص٣٠) أيضا أن إختبارات المستوى نصف القوي تحاول الإجابة على سؤال مفاده: ما هي سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الحالية المنشورة للجميع؟ وهل يستطيع المستثمرون إستغلال تلك المعلومات في تحقيق أرباح غير العادية؟

واتفق معه في ذلك أدليجان (٢٠٠٩) **Adelegan** أن السوق الكفء بالمستوى نصف القوي يتطلب أن تتبع أسعار الأسهم مسار عشوائي والأسعار السوقية للأسهم تعكس جميع المعلومات العامة مثل الأرباح أو الإعلان عن التوزيعات أو التجزئة. ولذلك فإن إختبارات الكفاءة تتكون من قياسات لقدرة السوق لإستقبال معلومة جديدة وسرعة تغييرها للبيانات الموجودة.

ثالثاً: المستوى قوي الكفاءة:

أوضح منير هندي (١٩٩٩، ص٥١٠) أن السوق بالمستوى القوي الكفاءة تعكس أسعار الأسهم فيه كلاً من المعلومات العامة والخاصة، أي المنشورة والتي يمكن أن تكون متاحة لفئة معينة وفي ظل ذلك يستحيل تحقيق أرباحاً غير عادية، حيث أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته.

وقد لخص سعيد الإمام (٢٠٠٧، ص٢) مستويات كفاءة الأسواق المالية بناءا على المعلومات التي تدخل في سعر السهم إلى الآتي:

١. **السوق الضعيف الكفاءة:** المعلومات التاريخية.
٢. **السوق شبه القوي الكفاءة:** المعلومات التاريخية والمعلومات العامة.
٣. **السوق قوي الكفاءة:** المعلومات التاريخية والمعلومات العامة والمعلومات الخاصة.

وقد قام فاما (Fama (1991 بتغيير مسميات المستويات الثلاثة للكفاءة إلى مسميات أخرى متمثلة في التالي:

١. بدلا من المستوى ضعيف الكفاءة قام بتغييره إلى إمكانية التنبؤ بالعوائد (Return Predictability).

٢. بدلا من المستوى نصف القوي قام بتغييره إى دراسة الأحداث (Event Studies) معللا ذلك بأنه الأسلوب الأكثر إستخداما لقياس سرعة إستجابة الأسعار للمعلومات الحالية.

٣. بدلا من المستوى قوي الكفاءة قام بتغييره إلى المعلومات الخاصة (Private Information)، باعتبار أنه يختبر ما إذا كان هناك مستثمرين لديهم معلومات خاصة لا تنعكس في الأسعار الحالية.

ومن هذه التقسيمات لمستويات الكفاءة يتأكد أن المعلومات تمثل المحور الرئيسي والحاكم لهذه التقسيمات، حيث تتأثر القيم السوقية لأسعار الأسهم بوصول معلومة معينة سواء كانت إيجابية أو سلبية.

وعند التحليل على مستوى السهم فإننا نكون أمام ثلاث عمليات تتم على راس مال المنظمة، وتتطلب تعديل المعلومات الخاصة بالسهم بحيث يمكن المقارنة تاريخيا، وكذلك محاولة التنبؤ مستقبليا. وقد حدد هذه المعلومات في كل من: تجزئة الأسهم، توزيع أسهم مجانية، وزيادة رأس المال بحق أولوية الاكتتاب. وزاد عثمان (١٩٩٣، ص١٢١) عليهم إحدى الركائز الأساسية التي يهتم بها المستثمرون، وهي عملية الإعلان عن توزيع الأرباح.

الإعلان عن توزيع أرباح:

أشارت نادية أبو فخرة (٢٠٠٠، ص١٩٢) في دراستها أنه يجب على الشركات عند تخطيط سياسة توزيع الأرباح أن ترسم سياسة تهدف إلى صالح المنشأة نفسها، وصالح المساهمين فيها من حملة الأسهم.

وأشار عثمان (١٩٩٣، ص١٢٢) أيضا إلى إهتمام بعض المستثمرين بالمستوى الفعلي للنقدية التي توزعها الشركة التي يستثمرون فيها. لذا فإن الأرباح الموزعة نقدا تعد مؤشراً هاماً بالنسبة لهم.

كما أشار أيضا إلى أن المستثمر عادة ما يقوم بمقارنة نسبة التوزيعات الحالية مع نسبة التوزيعات السابقة والمستقبلة المحتملة لمعرفة مدى التطور الذي يمكن أن يلحق بهذه النسبة.

وأشارت نادية أبو فخرة (٢٠٠٠، ص٢١٧،٢١٨) في هذا الصدد إلى دراسة Elton &Gruber 1970 والتي تمت للكشف عن تفضيلات المساهمين فيما يتعلق بالتوزيعات النقدية والأرباح المحتجزة وكذلك معرفة أثر التوزيعات النقدية على سعر السهم، وتوصلت إلى أن التوزيعات النقدية مفضلة دائماً وبانتظام عن الأرباح المحتجزة.

وأوضحت دراسة جيس وأخرون (٢٠٠٩) Jais et al أن معظم الأبحاث السابقة وجدت علاقة إيجابية بين الإعلان عن التوزيعات ورد فعل السوق. وهذه العلاقة تترجم في صورة أخبار جيدة في حالة الإعلان عن زيادة التوزيعات، وأخبار سيئة في حالة الإعلان عن إنخفاض التوزيعات.

وأشارت نادية أبو فخرة (٢٠٠٠، ص١٩٧) في دراستها أن السؤال الحيوي في مجال توزيع الأرباح هو: هل يمكن أن يؤثر إختيار المنشأة لسياسة التوزيع على سعر السهم أم لا؟.

وأوضح خان (Khan 2011 p.55-56) في دراسته أن الجدل القائم عن علاقة التوزيعات بقيمة المنشأة بدأ في دراسة Merton Miller and Franco Modigliani 1961 اللذين وضعوا نظرية "اللاعلاقية" أو حياد التوزيعات "theory of irrelevance" وإعتماداً على هذه النظرية فإن التوزيعات المدفوعة بواسطة المنشأة ليس لها علاقة بحملة الأسهم عند وجود إفتراضات معينة. وقالوا بأن حملة الأسهم لا فرق لديهم ما إذا حصلوا على التدفقات النقدية المدفوعة بواسطة المنشأة في صورة توزيعات أو في صورة أرباح رأسمالية.

وهناك من الدراسات ما إتفق مع وجهة نظر MM وهناك من إختلف معها، حيث أشار (Khan 2011 p.3) إلى دراسة (McCluskey et al., 2006) التي ترى أن زيادة التوزيعات ترفع قيمة المنشأة لأنها تعطي للمستثمرين معلومات حول الآفاق المستقبلية للشركة.

كذلك قام كلا من (Baker and Powell's 1999) بعمل إستطلاع للرأي (Survey) على سلوك الشركات الأمريكية، وتبين لهم أن ٩٠% في المتوسط ممن أجابوا على الإستبيان يرفضون نظرية MM. وأن هناك أكثر من ٨٨% قد وافقوا على أن قرارات التوزيع والتمويل والإستثمار لها علاقة بحملة الأسهم.

وذكرت (نادية أبو فخرة ٢٠٠٠، ص٢٠٢) بأن إهتمامات وتفضيلات المستثمرين من حملة الأسهم تختلف بالنسبة للتوزيعات، حيث يفضل البعض التوزيعات النقدية السريعة على الأسهم، بينما يركز البعض الآخر على العائد المستقبلي متمثلا في تحسين السعر السوقي للسهم.

المشكلة محل البحث:

مما سبق يتضح أن التوزيعات النقدية يمكن أن تؤثر على الأرباح غير العادية ومن ثم أسعار الأسهم. لذا فنحن أمام سؤال البحث وهو:

هل تؤثر التوزيعات النقدية على العوائد غير العادية حول حدث الإعلان عن التوزيعات النقدية؟

فرض البحث:

لايوجد تأثير معنوي للإعلان عن التوزيعات النقدية على العوائد غير العادية في سوق الأوراق المالية المصري

أهداف البحث:

١. توضيح أثر التوزيعات النقدية على تحقيق الأرباح غير العادية.
٢. توضيح أثر نصيب السهم من التوزيع.
٣. الحكم على مدى كفاءة سوق الأوراق المالية المصري وذلك في ضوء الإطار المحدد للبحث.

مجال وحدود البحث:

إقتصرت الدراسة على عينة مكونة من ٤٨ سهم من أسهم الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري بإستثناء البنوك وشركات السمسرة وشركات التأمين. وتم إختبار الإعلان عن التوزيعات النقدية وعددها ١٦٨ حدث توزيع في هذه الشركات.

منهجية الدراسة:

إعتمدت الباحثة على المنهج الوصفي، وإستخدمت أسلوب دراسة الحدث لإختبار فرض الدراسة، وذلك لدراسة معنوية الأرباح غير العادية حول فترة الحدث. وقد أخذت الباحثة نافذة حدث مكونة من عشرة أيام قبل الحدث وعشرة أيام بعده. وكذلك فترة تقدير قدرها ٩٠ يوم قبل بداية فترة نافذة الحدث. والتي يتم فيها تقدير العلاقة الإنحدارية بين العائد الفعلي والعائد السوقي للسهم محل الدراسة عن طريق تقدير معلمات السوق.

الاختبارات الإحصائية للفروض:

إستخدمت الباحثة إختبار **One-Sample T Test** بإستخدام برنامج **SPSS** لإجراء الإختبارات الإحصائية على الفرض.

إختبار فرض البحث:

إختبار جوهرية العوائد غير العادية اليومية لكامل فترة الحدث باستخدام One-Sample T Test:

الجدول التالي يوضح متوسط العوائد غير العادية حول تاريخ الإعلان عن حدث التوزيعات النقدية وكذلك قيمة إختبار t والدلالة المعنوية عند مستوى معنوية ٥% وذلك في كل يوم من أيام فترة نافذة الحدث من (t=-1 وحتى t=-10).

جدول رقم (٤٥)

متوسط العوائد غير العادية حول تاريخ حدث التوزيعات النقدية

نافذة الحدث Event Window	متوسط العائد غير العادي (AAR)	قيمة t T (AAR)	sig (P.Value) درجة المعنوية	الدلالة المعنوية
-10	0.038	0.21	0.83	غير معنوي
-9	-0.125	-0.72	0.47	غير معنوي
-8	0.018	0.09	0.92	غير معنوي
-7	0.286	1.46	0.15	غير معنوي
-6	0.194	0.96	0.34	غير معنوي
-5	0.306	1.40	0.16	غير معنوي
-4	0.186	0.95	0.34	غير معنوي
-3	-0.011	-0.06	0.95	غير معنوي
-2	-0.481	-2.35	[redacted]	[redacted]
-1	0.057	0.28	0.78	غير معنوي
1	-2.694	-7.20	[redacted]	[redacted]
2	-0.463	-2.19	[redacted]	[redacted]
3	-0.230	-1.41	0.16	غير معنوي
4	0.059	0.32	0.75	غير معنوي
5	-0.118	-0.62	0.54	غير معنوي
6	0.141	0.76	0.45	غير معنوي
7	-0.074	-0.39	0.70	غير معنوي
8	-0.164	-0.82	0.42	غير معنوي
9	0.206	1.18	0.24	غير معنوي
10	-0.308	-1.64	0.10	غير معنوي

وبتحليل نتائج الجدول السابق يتضح تذبذب العوائد قبل الحدث بين عوائد موجبة وأخرى سالبة ولكنها ليس لها تأثير معنوي غير أنه عند t=-2 أي قبل الحدث بيومين سجلت النتائج عائد غير عادي سالب وذو تأثير معنوي. بينما إستمرت في الإنخفاض بعد يوم الإعلان عن التوزيعات وكانت أقل عوائد هي في اليومين التاليين للحدث مباشرة حيث أعطت النتائج عوائد غير عادية سالبة عند (t=1، t=2) وبمستوى معنوية (٠.٠٠)، (٠.٠٠٣) أي أقل من مستوى معنوية ٥%.

ثانيا: إختبار نصيب السهم من التوزيع:

توزيع ٣٠% فأكثر:

إختبار جوهرية العوائد غير المتوقعة اليومية لكامل فترة الحدث باستخدام إختبار One-Sample T Test:

الجدول التالي يوضح متوسط العوائد غير العادية حول تاريخ الإعلان عن حدث التوزيعات النقدية وكذلك قيمة إختبار t والدلالة المعنوية عند مستوى معنوية ٥% وذلك حول فترة نافذة الحدث من (t=-1 وحتى t=-10).

جدول رقم (٤٦)

العوائد غير العادية حول تاريخ حدث التوزيع بنسبة ٣٠% فأكثر

نافذة الحدث Event Window	متوسط العائد غير العادي (AAR)	قيمة t T (AAR)	sig (P.Value) درجة المعنوية	الدلالة المعنوية
-10	-1.746	-1.38	0.26	غير معنوي
-9	0.117	0.10	0.93	غير معنوي
-8	0.259	2.61	0.08	غير معنوي
-7	0.879	2.37	0.10	غير معنوي
-6	0.113	0.34	0.76	غير معنوي
-5	2.857	1.06	0.37	غير معنوي
-4	0.348	-1.44	0.25	غير معنوي
-3	0.065	0.07	0.95	غير معنوي
-2	0.689	1.93	0.15	غير معنوي
-1	1.607	1.15	0.33	غير معنوي
1	-4.136	-1.56	0.18	غير معنوي
2	-3.522	-3.08	[redacted]	[redacted]
3	0.464	0.69	0.52	غير معنوي
4	2.370	1.61	0.17	غير معنوي
5	-0.403	-0.60	0.57	غير معنوي
6	0.056	0.06	0.95	غير معنوي
7	-0.347	-0.56	0.60	غير معنوي
8	0.166	0.24	0.17	غير معنوي
9	-0.206	-0.32	0.76	غير معنوي
10	-0.388	-0.20	0.85	غير معنوي

يتضح من الجدول السابق أن تسجيل قيم موجبة للعوائد غير العادية قبل حدث التوزيع بلغ أقصاه في اليوم الخامس (t=-5) قبل الحدث فكان أكبر عائد غير عادي موجب، ولكنه ليس له تأثير معنوي ثم بدأت العوائد في الانخفاض حتى سجلت أقل عائد في اليوم التالي للحدث مباشرة أي عند (t=+1) ولكنه ليس معنوي يليه في الإنخفاض اليوم التالي له عند (t=+2) حيث كان متوسط العوائد غير العادية سالبة أيضا ومعنوية بقيمة P.Value (٠.٠٠٣) وهي أقل من مستوى المعنوية ٥%، مما يعني وجود تأثير لحدث التوزيعات النقدية بنسبة ٣٠% فأكثر عند t=+2.

توزيع من ١٥% إلى ٣٠%:

إختبار جوهرية العوائد غير المتوقعة اليومية لكامل فترة الحدث باستخدام إختبار One-Sample T Test:

جدول رقم (٤٧): العوائد غير العادية حول تاريخ الإعلان عن قرار التوزيع بنسبة من ١٥% إلى ٣٠%

نافذة الحدث Event Window	متوسط العائد غير العادي (AAR)	قيمة t T (AAR)	sig (P.Value) درجة المعنوية	الدلالة المعنوية
-10	0.616	0.97	0.34	غير معنوي
-9	-0.136	-0.28	0.78	غير معنوي
-8	0.280	0.55	0.59	غير معنوي
-7	-0.145	-0.29	0.78	غير معنوي
-6	0.597	1.32	0.20	غير معنوي
-5	0.953	1.00	0.33	غير معنوي
-4	0.203	0.32	0.75	غير معنوي
-3	-0.092	-0.28	0.78	غير معنوي
-2	-0.937	-1.43	0.17	غير معنوي
-1	0.661	1.66	0.12	غير معنوي
1	-2.610	-3.04	0.00	ذو دلالة معنوية
2	-1.275	-3.78	0.00	ذو دلالة معنوية
3	-0.754	-2.52	0.01	ذو دلالة معنوية
4	-0.604	-1.88	0.07	غير معنوي
5	-0.675	-2.37	0.02	ذو دلالة معنوية
6	-0.141	-0.32	0.75	غير معنوي
7	0.086	0.24	0.81	غير معنوي
8	-1.037	-2.21	0.04	ذو دلالة معنوية
9	-0.110	-0.33	0.74	غير معنوي
10	-0.701	-2.35	0.03	ذو دلالة معنوية

يتضح من الجدول السابق تذبذب العوائد غير العادية قبل الحدث بين الإرتفاع والإنخفاض مسجلة قيما سالبة وأخرى موجبة وإن كان يغلب عليها القيم الموجبة، حيث سجلت قيما موجبة في ستة أيام بينما سجلت قيما سالبة في أربعة أيام، وإن كانت ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية ٥%. ويلغ أكبر عائد موجب في اليوم الخامس قبل الحدث يليه اليوم السابق للحدث مباشرة ولكنها أيضا ليس لها تأثير معنوي.

توزيع ١٥% فأقل:

إختبار جوهرية العوائد غير المتوقعة اليومية لكامل فترة الحدث باستخدام إختبار One-Sample T Test:

جدول رقم (٤٨)

العوائد غير العادية ودلالتها المعنوية حول نافذة حدث توزيع ١٥% فأقل

نافذة الحدث Event Window	متوسط العائد غير العادي (AAR)	قيمة t T (AAR)	sig (P.Value) درجة المعنوية	الدلالة المعنوية
-10	-0.004	-0.02	0.98	غير معنوي
-9	-0.130	-0.69	0.49	غير معنوي
-8	-0.028	-0.13	0.90	غير معنوي
-7	0.336	1.54	0.13	غير معنوي
-6	0.135	0.59	0.56	غير معنوي
-5	0.178	0.82	0.41	غير معنوي
-4	0.198	0.93	0.35	غير معنوي
-3	-0.001	0.00	0.99	غير معنوي
-2	-0.463	-2.10	0.04	ذو دلالة معنوية
-1	-0.042	-0.19	0.85	غير معنوي
1	-2.654	-6.31	0.00	ذو دلالة معنوية
2	-0.173	-0.71	0.48	غير معنوي
3	-0.150	-0.78	0.43	غير معنوي
4	0.103	0.49	0.62	غير معنوي
5	0.009	0.04	0.97	غير معنوي
6	0.203	0.97	0.33	غير معنوي
7	-0.096	-0.43	0.67	غير معنوي
8	0.003	0.01	0.99	غير معنوي
9	0.288	1.40	0.16	غير معنوي
10	-0.224	-1.05	0.30	غير معنوي

يتضح من الجدول أن العوائد المحققة قبل الحدث هي عوائد صغيرة جدا حتى وإن كانت موجبة وليس لها دلالة معنوية، وسجلت أقل عوائد قبل الحدث بيومين حيث سجلت عائد سالب (0.463-) وبقيمة P.Value أقل من ٥%. كذلك سجلت أصغر عائد في اليوم التالي للحدث مباشرة (2.654-) وهو أقل عائد طيلة العشرين يوما وبقيمة P.Value (٠.٠٠) أي أنه له تأثير معنوي، وهذا يدل على تأثر السوق سلبا تجاه حدث الإعلان عن توزيع ١٥%.

النتائج والتوصيات:

أولا: النتائج:

أشارت النتائج إلى زيادة العوائد السالبة بعد الحدث وبدلالة معنوية، مما يشير إلى أن العائد الفعلي كان أقل من العائد المتوقع مما أثر سلبيا على العوائد غير العادية، مما يدل على تأثر السوق سلبا بحدث التوزيعات النقدية. وعليه نرفض فرض العدم القائل بعدم وجود تأثير لحدث التوزيع على العوائد غير العادية حول فترة الحدث، ونقبل الفرض البديل. أن جميع العوائد التي سجلت دلالة معنوية هي عوائد سالبة ومعظمها بعد الحدث. كذلك يلاحظ أن القيم الموجبة كانت أكثر قبل الحدث منها بعد الحدث، ودائما ما تكون أكبر قيمة سالبة محققة في اليوم التالي للحدث مباشرة ولها دلالة معنوية.

١. عند توزيع ٣٠% فأكثر، تم تحقيق عوائد موجبة طول الفترة التي قبل الحدث حيث سجلت النتائج ٩ قيم موجبة وقيمة واحدة فقط سالبة، وإن كانت جميعها ليس لها دلالة معنوية، أما بعد الحدث فكان هناك ستة قيم سالبة منهم قيمة واحدة لها دلالة معنوية، أمام أربعة موجبة ليس لهم دلالة معنوية.

٢. عند توزيع من ١٥% إلى ٣٠%: نجد أن هناك تسعة قيم سالبة بعد الحدث منهم ٦ قيم لهم دلالة معنوية وكانت أكبر قيمة سالبة في اليوم التالي للحدث مباشرة وبدلالة معنوية، وذلك أمام ستة قيم موجبة قبل الحدث، مما يدفعنا للقول بأن هناك بعض المستثمرين اللذين يمكن أن يكون لديهم معلومات خاصة

يحاولون تحقيق عوائد غير عادية على حساب البعض الآخر، وإن كانت هذه العوائد غير معنوية. ولكن وجود قيم سالبة ومعنوية بعد الحدث يشير إلى تحقيق خسائر.

٣. عند توزيع ١٥% فأقل: نجد أن هناك تقارب بين القيم الموجبة والسالبة قبل وبعد الحدث، وأن هناك قيمة واحدة فقط التي سجلت معنوية كانت في اليوم التالي مباشرة للحدث.

مما سبق يمكن أن نصل إلى نتيجة رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل. حيث أن النتائج قد سجلت معنوية للعوائد غير العادية حول فترة الحدث. وجميعها سالبة، مما يشير إلى تأثر السوق سلباً بحدث الإعلان عن توزيعات الأرباح.

نلاحظ من هذه النتيجة أن توزيع من ١٥% إلى ٣٠%، هو الأكثر في تسجيل القيم ذات الدلالة المعنوية، وجميعها سالبة. مما يشير إلى أن إتجاه السوق هو إتجاه وسط، أي أن المستثمرين ليسوا هجوميين أو دفاعيين، وإنما يفضلون التوزيع المتوسط حتى يمكن أن يتم إحتجاز باقي الأرباح لإعادة إستثمارها.

وبشكل عام وحيث أن نظرية السوق الكفء بالمستوى المتوسط تعكس فيها أسعار الأسهم المعلومات التاريخية والحالية المتمثلة في التوزيعات وغيرها ومن ثم عدم تحقيق أرباح غير عادية، فنستطيع القول بأن سوق الأوراق المالية المصري غير كفء بالمستوى المتوسط الكفاءة. حيث يظهر من النتائج السابقة عدم تماثل للمعلومات، مكنت للبعض وهم ما يطلق عليهم العالمون ببواطن الأمور The Insiders أو من لديهم معلومات خاصة تحقيق عوائد غير عادية على حساب البعض الآخر، أو تحريك الأسعار مما يمكن أن يتسبب في خسائر. كذلك من الواضح أن هناك تسريب للمعلومات بشكل أو بآخر مما أثر سلبا على العوائد غير العادية وبالتالي على سعر السهم.

ثانيا: التوصيات:

١. ضرورة تطوير نظام المعلومات مما يتيح وصول المعلومة لكافة المستثمرين في وقت واحد.

٢. ضرورة وضع قوانين رادعة للمديرين أو كل من يمكن أن يحصل على معلومات خاصة يستفيدون بها دون باقي المستثمرين.

٣. مساهمة الشركات المختلفة في رفع كفاءة نظام معلوماتها مما يعمل على عدم تأخر وصول المعلومة لكافة المستثمرين وفي وقت واحد.

٤. محاولة المديرين بعدم تسريب أي معلومة خاصة لبعض المستثمرين دون الآخرين لأن هذا يعمل على تحقيق البعض أرباحاً غير عادية على حساب البعض الآخر مما يؤثر سلبا على سعر السهم، وأيضا على سمعة الشركة في السوق المالي.

قائمة المراجع

منير إبراهيم هندي (١٩٩٩). الأوراق المالية وأسواق راس المال. منشأة المعارف. الأسكندرية.

نهال مصطفى فريد (١٩٩٤). دراسة تحليلية للبيانات المالية المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري. المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة. كلية التجارة. مكتبة جامعة عين شمس. المجلد الأول. العدد الثاني. ص ٣٧٣ : ٤١٧.

خيري علي الجزيري (١٩٩١). كفاءة الأسواق المالية: بحث في الأسس النظرية مع التطبيق على سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية. مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين. كلية التجارة. جامعة القاهرة. ص ١٨٠ : ٢٢٥

عبد الغفار حنفي (٢٠٠٠). الإستثمار في الأوراق المالية أسهم – سندات – وثائق الاستثمار – الخيارات. الدار الجامعية. الأسكندرية

نادية أبو فخرة (٢٠٠٠). تحليل ودراسة محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك المصرية وأثرها على أسعار أسهمها في السوق. دراسة تطبيقية. المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة. العدد الأول. ص ١٩١ :

نبيل شاكر. (١٩٩٨) المفاهيم الأساسية في تحديد كفائة سوق الأوراق المالية ومدى إنطباقها على سوق الأوراق المالية في مصر. بحث مرجعي، كلية التجارة جامعة عين شمس.

محمد عبده (٢٠٠١). أثر الإعلان عن القوائم المالية على أسعار الأسهم. بحث منشور. المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة العدد الثاني. كلية التجارة جامعة عين شمس.

محمد عثمان حميد (١٩٩٣). أسواق راس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال. دار النهضة العربية. القاهرة.

Adelegan, Olatundun (2009). Price Reactions to Dividend Announcements on the Nigerian Stock Market. Research paper. Ibadan Universty. African Economic Research Consortium. (AERC). Nairobi. Kenya.

Baker, Kent and Gary, Powell. (1999). How corporate managers view dividend policy. Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 38 No.2, pp.17-35.

Fama, Eugene (1991). Efficient Capital Markets:II. Journal of Finance, Volume 46, Issue 5. pp. 1575 - 1617

Jais, et al. (2009). Dividend Announcements and Stock Market Reaction. Japan Securities Research Institute. Malaysia Sarawak University. MPRA Paper No. 19779, posted 12. January 2010. Online at: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/19779/

Khan, Naimat (2011). Dividend Policy and the Stock Market Reaction to Dividend Anouncement in Pakestan. Doctorate thesis. Dundee University. Pakistan. November.